

CIRCOLARE 21 marzo 2016.

**Determinazione delle cedole di CCT e CCTeu in caso di tassi di interesse negativi.**

*Al Dipartimento del Tesoro*

*Al Dipartimento della Ragioneria generale dello Stato*

*Alla Banca d'Italia*

*Alla Monte Titoli S.p.A.*

Il Ministero dell'economia e delle finanze ha emanato in passato i decreti di emissione dei Certificati di Credito del Tesoro (CCT), le cui cedole semestrali sono calcolate con riferimento al tasso di rendimento dei BOT a sei mesi dell'asta più recente, aumentato dello 0,30% (*spread*) su base annua, e tuttora emette CCTeu, ossia titoli le cui cedole semestrali sono indicizzate al tasso Euribor a sei mesi, aumentato di uno *spread* che varia a seconda dell'emissione.

Gli andamenti del mercato dei tassi di interesse a breve termine, influenzati dalla politica della BCE, che ha portato in zona negativa quello sulla *deposit facility*, attualmente al - 0,40%, fanno ritenere come possibile l'eventualità che i tassi di interesse sui BOT a sei mesi e sull'Euribor a sei mesi si portino ad un livello talmente negativo da erodere totalmente e superare lo *spread* previsto per i CCT e i CCTeu (per questi ultimi l'ipotesi è da considerarsi più remota, dato lo *spread* più elevato), ponendo in tal caso la questione del trattamento di cedole virtualmente negative.

Dato che il fenomeno è recente ed era imprevedibile fino a pochi mesi orsono, nei decreti di emissione non viene regolata esplicitamente l'ipotesi di cedole negative. Si è dunque presentato il problema di come interpretare i decreti di emissione in assenza di specifiche indicazioni al riguardo: se intendere che la cedola possa assumere valori negativi, e in tal caso come riscuotere il relativo controvalore da ogni singolo investitore, oppure se considerare sottinteso un limite inferiore pari a zero.

Con riferimento alla questione è stato richiesto parere all'Avvocatura generale dello Stato, che ha reso il proprio parere con nota trasmessa il 3 dicembre 2015, in conformità del Comitato consultivo espressosi nella seduta del 2 dicembre 2015.

Al fine di risolvere il quesito, essa ha fatto applicazione dei principi e delle norme giuridiche che governano la materia, osservando quanto segue.

Il rapporto che si instaura con la sottoscrizione di titoli del debito pubblico redimibile, in cui l'ammontare nominale è pari alla somma da rimborsare alla scadenza, è riconducibile al tipo dei contratti di mutuo. Il caso specifico dei CCT e CCTeu prevede un'aleatorietà derivante dalla variabilità del tasso di interesse, mentre non è aleatoria l'obbligazione del mutuatario di restituire il capitale versato. La disciplina civilistica

del contratto di mutuo prevede che detto contratto sia naturalmente oneroso per il solo mutuatario, non anche per il mutuante, il quale non è chiamato a sopportare il rischio di un tasso di interesse negativo tale da incidere anche sul capitale (art. 1813 del Codice civile, in relazione all'obbligo di restituire la stessa quantità di denaro). In sostanza, per il mutuante il massimo rischio è quello della gratuità del contratto. Inoltre, sempre la disciplina civilistica prevede che le prestazioni qualificate come interessi debbano far carico al mutuatario e ciò impedisce di ritenere, sia pure implicitamente, che come tali esse possano far carico al mutuante.

L'Avvocatura prosegue osservando che l'obbligazione per interessi assunta dallo Stato con il decreto di emissione si caratterizza per la sua periodicità, da intendersi non solo come periodicità dell'adempimento, ma anche come periodicità della causa, ossia come funzionale dipendenza dal tempo. In altre parole, a chi è possessore del titolo alla scadenza di un certo semestre è dovuta la cedola in ragione del decorso di quel particolare semestre; ad esso non possono imputarsi le conseguenze relative al rendimento del titolo in un diverso semestre, non avendo il possessore diritto ad una media del rendimento globale del titolo, bensì alla remunerazione relativa a quel particolare semestre. La cedola costituisce, dunque, un'obbligazione autonoma oltre che periodica.

Tutto ciò considerato, si deve escludere che eventuali cedole virtualmente negative possano dar luogo a recuperi di interessi a carico dei possessori, oppure a decurtazioni a valere su cedole successive, né tantomeno possono produrre decurtazioni incidenti sul capitale, il cui rimborso deve avvenire alla pari per espressa previsione.

L'Avvocatura generale dello Stato conclude, infatti, che la soluzione a cui si deve necessariamente accedere è quella per cui "la regolamentazione del rapporto rechi un'implicita previsione secondo la quale, in caso di tassi di rendimento negativi, la cedola minima sia pari a zero".

Alla luce del parere espresso e delle argomentazioni adottate dall'Avvocatura generale dello Stato, la disciplina del rapporto quale emerge dai decreti di emissione dei CCT e dei CCTeu è da intendersi nel senso che, in caso il parametro di determinazione della cedola (tasso BOT a sei mesi o tasso Euribor a sei mesi) sia negativo al punto tale da erodere totalmente e superare lo *spread*, la cedola deve essere posta pari a zero, senza possibilità di tenere memoria di differenze negative per le cedole successive o per il rimborso del capitale.

La presente circolare è pubblicata nella *Gazzetta Ufficiale* della Repubblica italiana.

Roma, 21 marzo 2016

*Il Ministro: PADOAN*

16A02436

